睿智投资

三生制药(1530 HK)

生物制药行业占据有利地位

❖ **2017 年业绩符合我们预期。**公司总收入同比增长 33.5%至 37.3 亿人民币，净利润同比增长 31.3%至 9.35 亿人民币。核心净利润（剔除汇兑损益、资产处置损益和公允价值变动）同比增长 34.8%至 8.697 亿元人民币。总收入低于我们预期 3.7%，高于市场预期 1.3%，核心净利润分别低于我们及市场预测 1.8%/3.8%。核心产品特比澳、益赛普、益比澳和赛博尔都取得了较满意的成绩，增长好于我们的预期。糖尿病产品增速不及预期主要是由于公司业务整合低于预期，且"两票制"带来收入记录方式改变。公司毛利率同比下降 3.7ppt，核心净利率同比下降 2.5ppt，主要是由于整合了低利润的糖尿病业务。公司业绩基本符合预期。

❖ **特比澳和益赛普仍然是主要的增长动力。**随着纳入最新一轮的国家医保目录，两种产品在 2017 年都取得了令人满意的增长：特比澳同比增长 27.4%。据管理层透露，益赛普全年同比增长仅 9.5%（假设 2016 年全年业绩合并），但第四季度新医保目录实施后，益赛普增幅超过 25%。在新医保目录支持下以及两种产品的渗透率不断提高，我们认为预计未来几年两款产品收入增长将达到 20-25%。

❖ **rhEPO 产品增长稳定。**2017 年，高端产品益比奥同比增长 4.0%，低端产品赛博尔同比上涨 57.6%，两款产品合计同比增长 10.7%。我们预计益比奥将放弃价格竞争激烈的低端市场，凭借产品质量捍卫高端市场销售，赛博尔专攻低端市场。在这一中高端市场策略下，我们认为重组人血小板生成素 rhEPO 产品将继续维持高单位数增长。

❖ **百达扬为糖尿病业务增添动力。**长效 GLP-1 受体激动剂预计将于今年 5 月 18 日推出。公司糖尿病产品线拥有胰岛素（优泌林）和长短效 GLP-1 产品，产品线齐全满足不同患者的需求。目前糖尿病业务部销售团队共有 627 人，其中 100 人专注于 GLP-1 的学术推广，其他人员负责胰岛素产品促销活动。

❖ **预计二季度重新提交赛普汀新药上市申请 NDA。**管理层在审查了临床试验数据后发现与先前的结果相比药效没有差异，因此计划向国家药监局重新提交赛普汀新药上市申请。赛普汀是一种抗 HER2 单抗，用于治疗乳腺癌。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民幣)	2,797	3,734	5,365	6,469	7,840
核心净利润 (百万人民幣)	645	870	1,168	1,560	1,948
核心 EPS（人民幣）	0.26	0.34	0.46	0.61	0.77
EPS 变动 (%)	22.9	34.2	34.1	33.6	24.9
市盈率 (x)	58.9	43.9	32.7	24.5	19.6
市帐率 (x)	5.9	5.2	4.5	3.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6
权益收益率 (%)	10.9	12.6	13.6	15.4	16.1
净财务杠杆率 (%)	35.2	26.3	18.2	1.0	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK$20.70
（前目标价	HK$15.30）
潜在升幅	+15.5%
当前股价	HK$17.92

吴永泰, CFA
电话：(852) 3761 8780
邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶
电话：（852）3761 8778
邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	45,495.2
3 个月平均流通(百万)	131.0
52 周内高/低 (港元)	18.46/ 9.2
总股本 (百万)	2,538.8

数据源：彭博

股东结构

公司管理层	25.3%
CITICPE	26.5%
JPMorgan	7.1%
流通股	41.1%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	14.3%	17.0%
3 月	13.1%	9.5%
6 月	41.2%	27.1%

数据源：彭博

股价表现

数据源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.3sio.com

- **轻微上调 2018/ 19 年核心净利润以反映最新的业务发展。**我们将 2018 年收入下调 4.4%，以反映（1）CDMO 业务收购延迟，（2）糖尿病业务增长较慢，及（3）核心业务增长变强。由于同样的原因上调了 2019 收入预测 0.4%，2018 年核心净利润下调了 1.5%，2019 年核心净利上调了 4.6%。总体来看，我们预计 2017-2020 年公司收入复合年增长率为 28.0%，核心净利润复合年增长率为 30.8%。

- **维持买入评级，新目标价 20.7 港元。**鉴于核心产品强劲增长、新产品上市及 CDMO 业务的新进展，我们相信三生制药在快速发展的生物制药行业中占据有利位置。基于我们 DCF 模型及最新的财务预测，我们维持对公司的买入评级，目标价上调至 20.70 港元。目前三生估值为 2018/ 19 年预测市盈率 32.7x / 24.5x，我们的目标价对应着 2018 / 19 年预测市盈率 37.8x / 28.3x。

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年增长	2016	2017	按年增长	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
特比澳	360	482	34.1%	765	975	27.4%	941	3.6%
益赛普	481	573	19.2%	786	1013	28.8%	987	2.6%
益比澳	330	361	9.4%	677	705	4.0%	684	3.0%
赛博尔	54	86	57.5%	96	151	57.6%	150	0.3%
百泌达	0	46	N/A	0	131	N/A	170	-23.0%
优泌林	0	197	N/A	0	197	N/A	412	-52.1%
万晟	131	150	14.8%	223	272	21.7%	279	-2.6%
其他	137	133	-3.0%	250	291	16.5%	254	14.7%
收入	**1,492**	**2,028**	**35.9%**	**2,797**	**3,734**	**33.5%**	**3,878**	**-3.7%**
销售成本	(231)	(427)	85.0%	(402)	(676)	68.1%	(676)	0.0%
毛利	**1,262**	**1,601**	**26.9%**	**2,395**	**3,058**	**27.7%**	**3,202**	**-4.5%**
其他收入	64	71	10.8%	97	71	-27.3%	101	-29.8%
销售开支	(228)	(228)	0.0%	(1,017)	(1,333)	31.0%	(1,445)	-7.7%
行政开支	(140)	(140)	0.0%	(223)	(315)	41.3%	(317)	-0.6%
其他开支	(143)	(161)	12.6%	(254)	(311)	22.5%	(344)	-9.8%
经营利润	**814**	**1,142**	**40.3%**	**998**	**1,170**	**17.2%**	**1,197**	**-2.2%**
非经营项目	67	66	-2.7%	(12)	66	N/A	0	N/A
净财务费用	(124)	(120)	-3.4%	(124)	(120)	-3.4%	(103)	16.6%
应占联营公司利润	(4)	(9)	159.4%	(12)	(14)	18.6%	(9)	69.4%
税前利润	754	1,078	43.1%	850	1,102	29.6%	1,086	1.5%
税项	(73)	(84)	14.6%	(136)	(178)	30.8%	(206)	-13.9%
少数股东权益	1	8	N/A	(2)	11	N/A	6	71.6%
净利润	**426**	**578**	**35.8%**	**713**	**935**	**31.3%**	**886**	**5.6%**
核心净利润	**372**	**526**	**41.4%**	**723**	**870**	**20.4%**	**886**	**-1.8%**
毛利率	84.5%	79.0%	-5.6ppt	85.6%	81.9%	-3.7ppt	82.6%	-0.7ppt
经营利润率	54.5%	56.3%	+1.8ppt	35.7%	31.3%	-4.4ppt	30.9%	+0.5ppt
核心净利率	24.9%	25.9%	+1.0ppt	25.8%	23.3%	-2.5ppt	22.8%	+0.4ppt

资料来源: 公司，招银国际预测

图 2: 财务预测变化

	2018E			2019E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
特比澳	1,181	1,245	5.4%	1,452	1,567	7.9%
益比澳	691	711	3.0%	697	718	3.0%
赛博尔	200	202	1.1%	246	251	2.0%
益赛普	1,072	1,228	14.5%	1,163	1,481	27.4%
糖尿产品	1,182	862	-27.1%	1,374	1,029	-25.1%
万晟	328	316	-3.6%	373	359	-3.7%
CDMO	696	464	-33.3%	870	580	-33.3%
其他	260	336	29.5%	266	485	82.2%
收入	**5,609**	**5,365**	**-4.4%**	**6,441**	**6,469**	**0.4%**
销售成本	(1,152)	(1,130)	-2.0%	(1,215)	(1,247)	2.7%
毛利	**4,457**	**4,235**	**-5.0%**	**5,226**	**5,222**	**-0.1%**
其他收入	134	68	-49.6%	151	80	-46.9%
销售及行政开支	(2,514)	(2,353)	-6.4%	(2,843)	(2,839)	-0.1%
其他开支	(497)	(457)	-8.1%	(565)	(514)	-9.1%
经营利润	**1,581**	**1,493**	**-5.6%**	**1,968**	**1,948**	**-1.0%**
净财务费用	(74)	(72)	N/A	(52)	(42)	-19.6%
应占联营公司利润	(6)	(10)	69.4%	(3)	(5)	69.4%
税项	(285)	(226)	-20.9%	(363)	(304)	-16.3%
少数股东权益	(31)	(17)	-44.2%	(58)	(37)	-36.2%
核心净利润	**1,185**	**1,168**	**-1.5%**	**1,491**	**1,560**	**4.6%**
毛利率	79.5%	78.9%	-0.5ppt	81.1%	80.7%	-0.4ppt
经营利润率	28.2%	27.8%	-0.4ppt	30.6%	30.1%	-0.4ppt
核心净利率	21.1%	21.8%	+0.6ppt	23.2%	24.1%	+1.0ppt

资料来源: 公司，招银国际预测

图 3: 同业估值

		股价	市值	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
公司	代码	HK$	HK$mn	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
三生制药	**1530**	**17.92**	**45,495**	**58.9**	**43.9**	**32.7**	**5.9**	**5.2**	**4.5**	**37.3**	**26.6**	**20.9**	**10.9**	**12.6**	**13.6**
复星医药	2196	50.00	138,968	19.1	30.2	25.4	2.5	3.9	3.5	27.0	41.3	34.9	13.9	13.6	15.0
石药集团	1093	21.95	137,034	23.5	48.8	37.9	5.0	10.9	8.1	14.9	32.3	25.0	22.3	23.5	22.7
中国生物制药	1177	15.92	134,129	21.2	45.2	38.6	4.6	9.1	7.1	10.7	29.3	21.3	23.0	23.9	24.1
丽珠医药	1513	66.95	46,209	30.1	32.0	27.0	3.8	3.0	2.7	17.5	21.1	19.5	14.5	29.1	10.3
绿叶制药	2186	7.72	25,283	15.3	21.5	19.1	2.1	2.8	2.4	11.9	14.9	13.6	14.7	13.6	13.8
复旦张江	950	11.20	6,626	14.7	25.0	23.4	2.3	3.6	3.3	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
李氏大药房	1349	3.72	3,434	38.6	18.6	16.1	6.3	2.9	2.5	28.5	12.6	10.5	17.6	14.9	15.4
			平均	**23.2**	**31.6**	**26.8**	**3.8**	**5.2**	**4.2**	**17.1**	**25.2**	**20.8**	**17.5**	**19.0**	**16.5**

来源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	**2,797.3**	**3,734.3**	**5,365.0**	**6,469.3**	**7,840.1**
益赛普	786.2	1,012.9	1,228.1	1,480.8	1,794.7
特比澳	765.0	974.8	1,245.5	1,566.9	1,929.0
益比澳	772.8	855.3	913.2	969.1	1,033.2
糠尿病产品	-	328.2	862.1	1,029.0	1,225.0
CDMO	-	-	463.9	579.8	724.8
其他	473.3	563.1	652.2	743.7	833.6
销售成本	(402.3)	(676.2)	(1,129.7)	(1,247.4)	(1,466.7)
毛利	**2,395.0**	**3,058.1**	**4,235.3**	**5,221.9**	**6,373.4**
其他收益	97.1	70.6	67.7	79.9	91.1
销售费用	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,903.3)	(2,296.5)	(2,785.3)
行政费用	(301.2)	(315.1)	(450.0)	(543.0)	(658.6)
研发开支	(243.0)	(257.3)	(417.9)	(474.8)	(593.0)
其他开支	(11.9)	(53.2)	(38.7)	(39.1)	(39.5)
息税前收益	**918.8**	**1,170.4**	**1,493.0**	**1,948.3**	**2,388.1**
应占联营公司利润	(12.2)	(14.4)	(10.1)	(5.1)	-
净财务收入 /（支出）	(123.8)	(119.6)	(72.1)	(41.8)	(4.6)
非经常性收入	67.2	65.6	-	-	-
税前利润	**850.1**	**1,102.0**	**1,410.8**	**1,901.5**	**2,383.5**
所得税	(135.8)	(177.6)	(225.7)	(304.2)	(381.4)
非控制股东权益	(1.7)	11.0	(17.2)	(37.0)	(54.0)
净利润	712.6	935.4	1,167.8	1,560.2	1,948.1
核心净利润	**645.4**	**869.7**	**1,167.8**	**1,560.2**	**1,948.1**
息税折摊前收益	**1,089.4**	**1,425.6**	**1,803.2**	**2,328.0**	**2,776.5**

资料来源: 公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	**8,798.1**	**8,476.8**	**10,208.4**	**9,975.0**	**9,739.9**
物业、厂房及设备	1,762.8	1,759.7	2,266.4	2,234.0	2,200.0
无形资产	2,288.5	2,253.5	2,551.4	2,358.2	2,165.0
商誉	4,126.2	3,923.6	4,858.6	4,858.6	4,858.6
其他非流动资产	620.6	540.0	532.1	524.2	516.3
流动资产	**2,240.7**	**5,276.2**	**5,897.9**	**7,899.4**	**10,337.3**
现金及现金等值物	677.6	2,398.6	2,740.0	4,432.7	6,465.9
应收贸易款项	926.5	1,783.3	1,988.3	2,250.0	2,567.0
存货	262.4	376.5	451.9	499.0	586.7
可供出售投资	362.2	704.6	704.6	704.6	704.6
其他流动资产	12.0	13.2	13.2	13.2	13.2
流动负债	**1,143.6**	**2,195.8**	**2,392.7**	**2,615.0**	**2,902.6**
银行贷款	518.5	1,087.5	1,171.1	1,249.2	1,335.9
应付贸易账款	560.9	970.5	1,083.7	1,227.9	1,428.9
其他流动负债	64.3	137.9	137.9	137.9	137.9
非流动负债	**3,128.8**	**3,927.5**	**3,954.3**	**3,902.8**	**3,815.8**
银行贷款	2,540.7	1,046.8	1,073.5	1,022.1	935.1
可换股债					
其他非流动负债	588.2	608.9	608.9	608.9	608.9
净资产总值	**6,766.3**	**7,629.6**	**9,759.4**	**11,356.6**	**13,358.8**
少数股东权益	**243.8**	**232.9**	**1,194.8**	**1,231.8**	**1,285.8**
股东权益	**6,522.5**	**7,396.8**	**8,564.6**	**10,124.8**	**12,073.0**

资料来源: 公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	**918.8**	**1,170.4**	**1,493.0**	**1,948.3**	**2,388.1**
折摊和摊销	170.6	251.6	306.6	376.0	384.7
营运资金变动	3.5	(563.8)	(167.1)	(164.6)	(203.7)
税务开支	(122.2)	(177.6)	(225.7)	(304.2)	(381.4)
其他	33.7	291.2	(10.1)	(5.1)	0.0
经营活动所得现金净额	**1,004.3**	**971.8**	**1,396.7**	**1,850.5**	**2,187.8**
资本开支	(116.4)	(125.3)	(110.4)	(142.5)	(149.7)
收购子公司	(4,216.5)	-	(983.2)	-	-
可供出售投资变动	281.5	(340.7)	-	-	-
其他	(329.6)	(58.5)	51.4	71.7	109.0
投资活动所得现金净额	**(4,381.0)**	**(524.5)**	**(1,042.3)**	**(70.8)**	**(40.7)**
债务变化	2,542.0	(924.9)	110.4	26.7	(0.3)
发行新股	-	2,340.0	-	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息开支	168.2	(141.4)	(123.5)	(113.6)	(113.5)
融资活动所得现金净额	**2,710.2**	**1,273.8**	**(13.1)**	**(86.9)**	**(113.9)**
现金净变动	**(666.5)**	**1,721.0**	**341.4**	**1,692.7**	**2,033.2**
年初现金及现金等值物	1,299.4	677.6	2,398.6	2,740.0	4,432.7
汇兑差额	44.7	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	**677.6**	**2,398.6**	**2,740.0**	**4,432.7**	**6,465.9**

资料来源: 公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）					
益赛普	28.1	27.1	22.9	22.9	22.9
特比澳	27.3	26.1	23.2	24.2	24.6
益比澳	27.6	22.9	17.0	15.0	13.2
糖尿病产品	-	8.8	16.1	15.9	15.6
CDMO	-	-	8.6	9.0	9.2
其他					
总额	**83.0**	**85.0**	**88.0**	**87.0**	**86.0**
盈利能力比率（%）					
毛利率	85.6	81.9	78.9	80.7	81.3
息税折摊前利润率	38.9	38.2	33.6	36.0	35.4
税前利率	30.4	29.5	26.3	29.4	30.4
净利润率	25.5	25.0	21.8	24.1	24.8
核心净利润率	23.1	23.3	21.8	24.1	24.8
有效税率	16.0	16.1	16.0	16.0	16.0
增长（%）					
收入	67.2	33.5	43.7	20.6	21.2
毛利	67.3	27.7	38.5	23.3	22.1
息税折摊前利润	81.5	30.9	26.5	29.1	19.3
经营利润	76.7	27.4	27.6	30.5	22.6
净利润	35.4	31.3	24.9	33.6	24.9
核心净利润	37.6	34.8	34.3	33.6	24.9
资产负债比率					
流动比率（x）	2.0	2.4	2.5	3.0	3.6
平均应收账款周转天数	97.9	87.1	103.1	97.1	93.6
平均应付帐款周转天数	45.3	42.3	90.0	99.1	104.3
平均存货周转天数	177.1	180.0	172.4	133.8	139.1
净负债/ 权益比率（%）	35.2	26.3	18.2	净现金	净现金
回报率（%）					
资本回报率	10.9	12.6	13.6	15.4	16.1
资产回报率	6.5	6.8	7.3	8.7	9.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.28	0.37	0.46	0.61	0.77
核心每股盈利(人民币)	0.26	0.34	0.46	0.61	0.77
每股股息(港元)	-	-	-	-	1.00
每股账面值(人民币)	2.57	2.91	3.37	3.99	4.76

资料来源: 公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏悫道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。